

Say on Pay als Neuverhandlung von Managementverträgen, Kommentar zu Göx & Kunz: „Say on Pay – Ein Überblick über Gestaltungsoptionen, ökonomische Konsequenzen und Erkenntnisse aus Empirie und Laborexperimenten“



Ulf Schiller

Zusammenfassung: Dieser Kommentar fasst einige Kernresultate des Beitrags von Robert Göx und Alexis Kunz zusammen und diskutiert mögliche künftige Modellerweiterungen. Diese Erweiterungen sind durch die Literatur über die Neuverhandlung von Prinzipal-Agenten-Verträgen inspiriert.

Schlüsselwörter: Say on Pay · Managementverträge · Prinzipal-Agenten-Theorie · Neuverhandlung

JEL Classification: G34 · G38 · M48

Der Überblicksartikel von Göx und Kunz (2012) über die noch nicht sehr umfangreiche Say on Pay (SoP)-Forschung wirft ein neues Licht auf das Feld Corporate Governance. Hier wird in der Regel mit mehr dem Paradigma der Prinzipal-Agenten-Theorie gearbeitet. SoP-Regeln wurden bislang in diesem Modellrahmen nicht untersucht. Folglich ermöglichen uns Göx und Kunz einen interessanten Blick in die Implikationen einer Familie von Corporate Governance Mechanismen, die seit 2004 von der EU-Kommission den Mitgliedsländern empfohlen werden. Zusätzliche Aktualität gewinnen SoP-Regeln durch eine jüngere direktdemokratische Initiative in der Schweiz, die nach ihrem Wortführer „Minder-Initiative“ genannt wird. Die Initianten nennen die Eindämmung exzessiver Managementlöhne als Ziel.

Ein Überblicksartikel hat naturgemäß bereits vorhandene Beiträge zum Gegenstand. Hauptzweck dieses Kommentars soll sein, eine Ergänzung zum Überblick zu geben, indem mögliche künftige Modellerweiterungen angerissen und diskutiert werden. Diese Erweiterungen sind durch die Literatur über die Neuverhandlung von Prinzipal-Agenten-Verträgen inspiriert. Mein Hauptpunkt besteht darin, dass diese Literatur wesentliche Anstöße geben könnte, die Rolle von SoP-Regeln in der Corporate-Governance-Praxis noch umfassender zu verstehen.

1 Der Beitrag

Das Prinzipal-Agenten-Modell kennt bislang im Wesentlichen zwei Modellklassen; Göx und Kunz (2012) entwickeln zur Illustration ihres Überblicks über die verschiedenen möglichen Ausprägungen von SoP-Regimes eine dritte Klasse, die zwischen diesen beiden steht. Bevor wir zur näheren Auseinandersetzung damit kommen, sollen die beiden etablierten Modellklassen kurz vorgestellt werden.

1. Zentral für die erste Modellvariante (vgl. Holmström 1979; Holmström und Milgrom 1991) ist ein *Anreiz-Risiko-Tradeoff*: Um Entscheidungen im Sinn der Aktionäre zu treffen, braucht das (risikoaverse) Management geeignete Anreize: Für gute Ergebnisse erhält der Manager einen positiven Lohn, bei schlechten Ergebnissen aber muss er zahlen; diese Zahlungen können ggf. beliebig hoch werden. Das bürdet dem Manager ein Risiko auf, das durch einen erhöhten erwarteten Lohn, also eine Risikoprämie, beglichen werden muss. Letztere ist exakt so hoch bemessen, dass der durch den Markt determinierte Opportunitätsnutzen des Managers genau abgegolten wird. Zur Reduktion der Risikoprämie reduzieren die Aktionäre die Anreize unter das effiziente Niveau, wodurch das Management zumindest partiell versichert wird. Hierdurch entsteht ein Effizienzverlust. Exzessive Löhne lassen sich mittels der ersten Modellvariante nicht erklären. Vielmehr erhält ein Manager im Erwartungswert stets exakt seinen Opportunitätsnutzen – nicht mehr. Die Lohnzahlung ist nicht exzessiv, sondern in ihrem Erwartungswert gerade notwendig, um die Partizipation des Managers zu sichern. Ansonsten könnten wirtschaftliche Überschüsse aus der Agency-Beziehung nicht realisiert werden. Das erwartete Lohnniveau ist damit effizient.
2. Die zweite bekannte Modellvariante hingegen (vgl. z. B. Innes 1990) stellt auf einen Anreiz-Bonus-Tradeoff ab. In diesen Modellen verdient das Management im Gleich-

gewichtet eine Anreizprämie, die zu einem strikt höheren Managernutzen als den durch den Markt determinierten Opportunitätsnutzen führt. Diese Modellvariante ist zur Erklärung „exzessiver“ Löhne besser geeignet. Die Anreizprämie ergibt sich aufgrund der Tatsache, dass man dem Management ein Downside-Risiko nicht aufbürden kann, Anreize also aus Prämien im Erfolgsfall rühren müssen. Im Erwartungswert ergibt sich ein Managernutzen der strikt oberhalb des Reservationsnutzens liegt. Effizienzstörungen ergeben sich, weil die Aktionäre die Anreize gegenüber der First Best Lösung nach unten verzerren, um das Niveau der die erwarteten Erfolgsbonuszahlungen zu reduzieren. Diese Effizienzstörungen reduzieren den aus Aktionärssicht „exzessiven“ Lohn, der im First Best gezahlt werden müsste.

Bemerkung: Deutlich wird, wie schwierig die Definition eines der wichtigsten Begriffe der öffentlichen Diskussion ist, wenn man sich im Rahmen einer ökonomischen Analyse bewegt. Hier wurde „exzessiv“ rein aus Aktionärssicht definiert. Im Rahmen von Modellklasse 2 erhalten die Aktionäre im First-Best- weniger als im Second-Best-Vertrag. Um dies zu begründen, sei angenommen, die Aktionäre beabsichtigen, dem Manager einen First-Best-Vertrag vorzuschlagen. Ausgehend von diesem haben sie dann die Option, Lohnsenkungen vorzunehmen. Typisch für Modellklasse 2 ist dann, dass diese Senkung den erwarteten Überschuss, der bei den Aktionären verbleibt, stärker erhöht als die resultierende Effizienzreduktion ihn reduziert. Ökonomen benutzen die hier zu Grunde gelegte Definition des „exzessiven Lohns“ intuitiv eher nicht, weil so der „exzessive“ Lohn zum First Best führt, während der aus Aktionärssicht optimale Lohn lediglich ein Second Best bewirkt. Möglicherweise ist dies in der öffentlichen Diskussion anders, weil dort gewisse Kreise eine eventuelle Effizienzeinbuße hinnehmen würden, um starke Ungleichheit zwischen Manager- und anderen Gehältern zu reduzieren.

Bindende nachvertragliche SoP-Regeln stehen im Mittelpunkt der modelltheoretischen Ausführungen von Göx und Kunz (2012). Sie führen zu einer Modellvariante, die zwischen den beiden oberen steht. Ex ante schließen Unternehmen und Manager einen erfolgsabhängigen Entlohnungsvertrag $s(\tilde{x})$. Die Managerentlohnung s ist eine (nicht fallende) Funktion der Bemessungsgrundlage \tilde{x} , welche selbst eine Zufallsvariable ist. Ex post können die Aktionäre darüber abstimmen, ob angesichts der Realisation x die vereinbarte Entlohnung $s(x)$ wirklich ausgezahlt werden soll. Zunächst wäre es rational, jedes zustande gekommene $s(x)$ ex post zu reduzieren. Durch die Tatsache, dass die Cash Flows im Göx-Kunz-Modell nach unten beschränkt sind, existiert eine Lohnuntergrenze \underline{s} , unter die die Entlohnung nicht absinken kann. Damit rückt das SoP-Modell in die Nähe von Modellvariante 2.

Die Modelllösung ergibt sich aus einem Prinzip, das aus der vertragstheoretischen Literatur über Neuverhandlungen bekannt ist: Der ex ante vereinbarte Vertrag wird antizipativ angepasst. Diese Anpassung muss so erfolgen, dass die Partizipationsbedingung des Managers gewahrt bleibt und gleichzeitig – im Gleichgewicht – nicht erneut verhandelt wird (Renegotiation-Proofness-Principle, Bolton 1990). Mit Göx und Kunz vereinfachender Annahme, dass nach Zahlung von \underline{s} gerade der Reservationsnutzen des Managers erreicht wird, ist dann die Lösung schnell bestimmt: Bereits der ex ante vereinbarte Vertrag muss $s(x) = \underline{s}$ (für alle möglichen Realisationen von x) lauten.

Diese antizipierende Reaktion auf das SoP ist inhaltlich fatal: durch $s(x) = \underline{s}$ werden dem Manager sämtliche Anreize genommen. Im Ergebnis ist die SoP-Regel damit

extrem nachteilig für das Unternehmen und die Aktionäre. Göx und Kunz zeigen somit, dass die Einführung von nachvertraglichen SoP-Regeln eine gewaltige Nebenwirkung hat. Zwar lassen sich, wie von der Politik beabsichtigt, „exzessive“ Ex-post-Realisationen des Managerlohns eindämmen, jedoch mit bedeutenden negativen Nebenwirkungen.

2 Ergebnisse und weiter führende Fragen

Göx und Kunz stellen – im Rahmen ihres Modells – vielfältige Überlegungen über die Wirkung unterschiedlicher SoP-Regeln an. Die Ergebnisse reichen je nach Variation der SoP-Regel von „wirkungslos“ bis „sehr schädlich“.

Der Grund hierfür im statischen Modellrahmen, für den, wie oben ausgeführt, das Renegotiation-Proofness-Principle gilt. Im Vergleich zu einem Standardmodell der Modellklasse 1 muss der ex ante geschlossene Vertrag damit einer zusätzlichen Nebenbedingung gehorchen, nämlich einer Bedingung, dass im Gleichgewicht nicht wiederverhandelt werden darf. Dies engt die Menge der zulässigen Verträge aus Sicht der Aktionäre ein. Somit können sich die Aktionäre im günstigsten Fall gleich gut stellen (nämlich wenn die neue Nebenbedingung im Optimum nicht greift, wie beim konsultativen SoP). In den Fällen in denen die Nebenbedingung hingegen greift (bindendes SoP), stellen sich die Aktionäre nach Einführung von SoP-Regeln strikt schlechter.

Als Zwischenfazit dieses Kommentars kann also festgehalten werden: Die beiden Kernresultate sind:

- SoP-Regeln bleiben wirkungslos, sofern sie lediglich konsultativ sind
- SoP-Regeln sind aufgrund des drohenden Ex-post-Opportunismus schädlich, sofern sie verpflichtend sind.

Der gewählte statische Modellrahmen ist der bestmögliche, um diese Gefahren durch SoP-Regeln herauszuarbeiten.

Anknüpfend an die beiden Kernergebnisse von Göx und Kunz kann man nun die folgenden beiden Fragen stellen

- Wann ist konsultatives SoP nicht wirkungslos?
- Können SoP-Regeln die Effizienz unter bestimmten Bedingungen auch fördern?

Im gewählten statisch-einperiodigen Modellrahmen ohne Selbstbindung wird man hierauf keine Antworten finden. So wird verständlich, dass Göx und Kunz Überlegungen anstellen, sich vorvertraglich bindendes und bedingt nachvertraglich bindendes SoP betrachten. Diese Varianten von SoP Regeln können durchaus Wirkungen erzielen, die in die gewünschte Richtung gehen. In eine etwas andere Richtung hingegen gehen alternative dynamische Erweiterungen, wie ich sie weiter unten skizzieren möchte.

3 Wirkungsvolles konsultatives Say on Pay

Betrachten wir zunächst konsultatives SoP in einem modifizierten Modellrahmen. Die notwendigen Modellannahmen werden dabei an einen Beitrag aus der Literatur über Neuverhandlungen (Hermalin und Katz 1991; Edlin und Hermalin 2001) angelehnt. Während

Göx und Kunz sich (bis auf die SoP-Annahmen) am Original-Prinzipal-Agentenmodell gemäß Variante 1 anlehnen, d. h.:

Zunächst wird der Ex-ante-Vertrag geschlossen, dann trifft der Manager eine unbeobachtbare Entscheidung, dann realisiert sich in stochastischer Abhängigkeit von letzterer das beobachtbare Ergebnis, das als Bemessungsgrundlage für die Entlohnung dient, dann erfolgt die konsultative SoP-Abstimmung,

sollen nun längerfristige Entscheidungen unterstellt werden. Bei vielen Investitionen ist die Entscheidung beobachtbar, nachdem sie getroffen wurde aber die Ergebnisse und somit die Bemessungsgrundlage x haben sich noch nicht realisiert. Die modifizierte Modellvariante hat nun als Zeitabfolge:

Zunächst wird der Ex-ante-Vertrag geschlossen, dann trifft der Manager eine beobachtbare Entscheidung, im Anschluss daran findet eine konsultative SoP-Abstimmung statt, dann realisiert sich das beobachtbare Ergebnis, das als Bemessungsgrundlage für die Entlohnung dient.

Zu beachten ist, dass so die Modellannahmen drastisch variiert werden und man die folgenden Ergebnisse nicht mehr unmittelbar mit denen von Göx und Kunz vergleichen können wird. Nun wird zu einer Mehrzeitpunkt-Betrachtung mit beobachtbarer Managerentscheidung gewechselt. Das ist weder realistischer oder unrealistischer als der von Göx und Kunz gewählte Rahmen, sondern lediglich ein anderer Fall. Ein Strategiewechsel beispielsweise ist beobachtbar, viele andere Entscheidungen sind es hingegen nicht. Von den Aktionären beobachtete Entscheidungen können allerdings prinzipiell von den Aktionären in einer nachfolgenden SoP-Abstimmung gewürdigt werden.

Immer noch besteht keinerlei Verpflichtung, ein SoP-Abstimmungsergebnis zu akzeptieren. Allerdings ergibt sich nun, im Gegensatz zum nachvertraglichen konsultativen SoP eine Möglichkeit zu einer Pareto-Verbesserung. Denn nachdem die Entscheidung des Managers fest steht, ist der Ex-ante-Vertrag aufgrund der Anreize (s ist nicht konstant in x) im Fall eines risikoaversen Managers suboptimal. Den Manager im Licht der neuen Information über seine getroffene Entscheidung nun zu versichern, eliminiert die Risikoprämie, die durch die Aktionäre zu zahlen ist. Ein SoP-Vorschlag der nun in Analogie zum Grundmodell von Göx und Kunz eine in x unabhängige Entlohnung vorschlägt, wird vom Manager akzeptiert werden, wenn sich dieser hierdurch nicht schlechter stellt. Die Pareto-Verbesserung zum SoP-Zeitpunkt antizipierend, kann man aber auf der Ex-ante-Stufe effiziente Anreize im ursprünglichen Vertrag vereinbaren. Im Endeffekt ergibt sich, dass die Effizienzverluste ex ante erheblich verringert werden können. Konsultative SoP Regeln entfachen somit eine positive Wirkung.

Wesentlich ist, dass die Grenzen zwischen der etablierten Nachverhandlungsliteratur und den von Göx und Kunz eingebrachten SoP-Regeln nicht ganz klar sind. Klassische SoP-Regeln beinhalten nicht, dass die Aktionäre einen neuen Vertrag vorschlagen können. Vielmehr können sie lediglich zu einem bestimmten Zeitpunkt mit einer bestimmten Wirkung mit Ja oder Nein über den Vergütungsvorschlag des Verwaltungsrats (Boards) abstimmen.¹ Der Analogieschluss zur Nachverhandlungsliteratur ist trotzdem gegeben, denn bei einem Nein muss definiert sein, was anstelle dessen gelten soll. Göx und Kunz lösen dies, indem der Lohn nach der SoP-Abstimmung auf vom Ergebnis x unabhängige das Basisniveau \underline{s} gesetzt wird (interpretierbar als automatischer Wegfall des Bonus).

Meine Überlegung zeigt, dass ein neues, durch den Manager akzeptables aber konstantes Lohnniveau in dem von mir skizzierten Spezialfall sehr positiv wirken kann. Allerdings ist hierfür, abweichend vom klassischen SoP notwendig, dass in die Aktionärsversammlung ein Gegenvorschlag eingebracht werden darf.

Es wird deutlich, dass allgemeingültige Aussagen nicht zu gewinnen sind. Vielmehr hängen positive und negative Wirkungen von SoP-ähnlichen Regeln sehr stark vom unterstellten Einzelfall sowie von den präzisen Abstimmungsregeln ab. Neben der von mir so skizzierten Modifikation einer SoP-Regel hängt die positive Wirkung entscheidend von der Beobachtbarkeit der Managerentscheidung ab. Ist dies nicht gegeben, würde das obige Regelwerk (SoP-Abstimmung mit Gegenvorschlag) negativ wirken können, wie von Fudenberg und Tirole (1990) gezeigt wurde.

4 Positiv wirkendes verpflichtendes Say on Pay

In den obigen Ausführungen wurde argumentiert, dass konsultative SoP Regeln einen positiven Einfluss auf langfristige Entscheidungen haben können, wobei „langfristig“ durch die bestehende Möglichkeit definiert ist, im Licht von Information über getroffene Sachentscheidungen den ursprünglichen Anreizvertrag zu modifizieren.

In diesem Abschnitt soll eine andere Art der Langfristigkeit betrachtet werden, das wiederholte Spiel. Der erneut modifizierte Spielablauf ist wie folgt:

Zunächst wird ein Ex-ante-Vertrag geschlossen, dann trifft der Manager eine (zunächst beobachtbare) Entscheidung. Im Anschluss daran findet eine verbindliche SoP-Abstimmung statt. Im Anschluss trifft der Manager erneut eine Entscheidung, erneut kommt es zur Ergebnisrealisation, erneut wird abgestimmt usw. ad infinitum.

Zu jedem Abstimmungszeitpunkt stellt sich dasselbe Problem (vgl. Baker et al. 2002). Aus kurzfristiger Sicht existieren dieselben Anreize wie in dem von Göx und Kunz geschilderten Szenario: Die Aktionäre haben einen Anreiz den Lohn des Management so weit zu kürzen wie möglich. Aus langfristiger Sicht aber zerstören die Aktionäre auf diese Weise Anreize für die Zukunft. Bei hinreichend geringer Gegenwartspräferenz ergibt sich damit die Möglichkeit, einen relationalen Vertrag einzugehen. Gekürzt wird ausschließlich, wenn ungewünschte Entscheidungen getroffen wurden; anderenfalls belässt man dem Manager die vereinbarten Prämien. Im Gegenzug trifft der Manager die gewünschten Entscheidungen. In einem der resultierenden Nash-Gleichgewichte wird somit Fehlverhalten nicht sichtbar und es kommt nie zu einer Lohnkürzung.

Interessanterweise funktioniert dieser Mechanismus ähnlich, selbst wenn die Entscheidungen des Managers nicht beobachtbar sind. In diesem Fall lässt sich unter vielen Fällen die Realisation der Bemessungsgrundlage x als Substitut für die direkte Beobachtung der Entscheidung heranziehen, weil hohe Realisationen von x wahrscheinlicher werden, wenn die Entscheidungen gut waren. In solchen Fällen können durch so genannte „Trigger-Strategien“ (vgl. z. B. Green und Porter 1984) Anreize zu guten Entscheidungen gegeben werden. Fällt das realisierte Niveau von x unter eine bestimmte untere Schranke, so wird die Entlohnung gekürzt, oberhalb dieser Schranke wird sie beibehalten.

Einschränkend bleibt festzuhalten, dass solche wiederholten Spiele funktionieren können, aber nicht müssen. In der Regel existieren viele Nash-Gleichgewichte, unter denen

insbesondere sich auch jenes befindet, das sich im statischen Stufenspiel einstellt. Dennoch steht zu vermuten, dass Befürworter von SoP-Regeln ähnliche wie die oben skizzierten Reputationswirkungen im Blick haben, wenn SoP-Regeln propagiert werden.

5 Was folgt hieraus?

In der zweiten Hälfte Ihres Beitrags geben Göx und Kunz (2012) einen Überblick über die ebenfalls noch sehr beschränkte empirische und experimentelle Forschung zu SoP. Es ist offensichtlich, dass die noch anstehende Ausarbeitung der theoretischen Grundlagen (z. B. im obigen Sinn) reichhaltigere Forschungsfragen auch bezüglich der empirischen und experimentellen Forschung nach sich ziehen sollte.

Besonders bietet sich hier die experimentelle Forschung an. Dynamische Spielformen, wie sie oben skizziert wurden, lassen sich prinzipiell im Labor nachbilden. Eine sehr interessante Forschungsfrage ist dann, ob die Probanden die antizipativen Leistungen vollbringen können, die notwendig sind, um die oben skizzierten Gleichgewichte zu spielen. In diesem Zusammenhang weisen Göx et al. (2010) nach, dass zumindest in statischen Situationen Antizipation eine große Rolle spielt, insbesondere führt bindendes nachvertragliches SoP zu mit der Theorie konsistenten negativen Konsequenzen.

Außerhalb des Labors ist die praktische Beurteilung von SoP-Regeln schwierig. Die Theorie sagt für viele der angesprochenen Szenarien voraus, dass es im Gleichgewicht nie zu Ablehnungen der Bonuszahlungen kommt. Der Grund ist, dass die Ex-ante-Verträge antizipativ angepasst werden. SoP-Abstimmungen sind in diesem Sinn nur scheinbar Jasager-Runden. In diesem Sinn stellen sie eine wichtige, für die Politik hochinteressante Ergänzung des Corporate Governance Instrumentariums dar. Als Akademiker sollten wir aus diesem Grund das noch immer kleine Forschungsfeld weiter ausbauen.

Danksagung: Ich danke Robert Göx für hilfreiche Kommentare.

Anmerkung

- 1 Es wird vom deutschen Aufsichtsratsmodell abstrahiert und im Rahmen des schweizerischen Verwaltungsratsmodells argumentiert.

Literatur

- Baker G, Gibbons R, Murphy KJ (2002) Relational contracts and the theory of the firm. *Quart J Econ* 117:39–84
- Bolton P (1990) Renegotiation and the dynamics of contract design. *Europ Econ Rev* 34:303–310
- Edlin AS, Hermalin BE (2001) Implementing the first best in an agency relationship with renegotiation: a corrigendum. *Econometrica* 69:1391–1395
- Fudenberg D, Tirole J (1990) Moral hazard and renegotiation in agency contracts. *Econometrica* 58:1279–1319
- Göx RF, Imhof F, Kunz AH (2010) ‚Say on Pay‘ design and its repercussion on CEO investment incentives, compensation, and firm profit. <http://ssrn.com/abstract=1588682>. Zugegriffen: 12. Juni 2012

- Göx RF, Kunz AH (2012) Say on Pay: Gestaltungsoptionen, ökonomische Konsequenzen und Erkenntnisse aus Empirie und Laborexperimenten. *Z Betriebswirtschaft*. doi:10.1007/s11573-012-0602-z
- Green EJ, Porter RH (1984) Noncooperative collusion under imperfect price information. *Econometrica* 52:87–100
- Hermalin BE, Katz ML (1991) Moral hazard and verifiability: the effects of renegotiation in agency. *Econometrica* 59:1735–1753
- Holmström B (1979) Moral hazard and observability. *Bell J Econ* 10:74–91
- Holmström B, Milgrom P (1991) Multitask principal-agent analyses: incentive contracts, asset ownership, and job design. *J Law, Econ Organ* 7(Special Issue):24–52
- Innes RD (1990) Limited liability and incentive contracting with ex-ante action choices. *J Econ Theory* 52:45–67

Say on Pay: a renegotiation perspective, comments in Göx & Kunz: Say on Pay: design options, economic consequences, and insights from empirical and experimental studies

Abstract: This Comment summarizes some of Robert Göx' and Alexis Kunz' core results and discusses potential future developments. These developments are inspired through the literature on renegotiation of principal-agent contracts.

Keywords: Say on Pay · Management contracts · Principal-agent theory · Renegotiation